



Flossbach von Storch
RESEARCH INSTITUTE

UNTERNEHMEN 21/01/2019

Der Schlüssel zu Skin in the Game

von PHILIPP IMMENKÖTTER und KAI LEHMANN

Zusammenfassung

Das Vergütungssystem des Vorstands ist das zentrale Instrument zur Vereinheitlichung der Interessen von Managern und Stakeholdern. Das ideale Vergütungssystem benötigt vier Eigenschaften: Verpflichtung zum Aktienbesitz aus Eigenmitteln, Aufschub kurzfristiger Vergütungsbestandteile, lange Haltefristen für aktienbasierte Vergütung und Rückforderungsklauseln.

Abstract

The executive compensation system is the central instrument for aligning the interests of managers and stakeholders. An ideal compensation system requires four features: stock ownership guidelines, a deferral of short-term compensation, long holding periods for share-based compensation and clawback provisions.



Finanzielle Anreize sind notwendig, um Manager zielführend zu incentivieren.

Der ideale Manager ist mit Herzblut im Job. Er ist intrinsisch motiviert und trifft nachhaltige Entscheidungen im Sinne aller Stakeholder, die nicht erst über externe Faktoren erzwungen werden müssen. Er hat „Soul in the Game“. Ob dies wirklich der Fall ist, lässt sich schwer beurteilen und kann von Stakeholdern unterschiedlich aufgefasst werden. Bei einem angestellten Manager ist es daher wichtig, klare finanzielle Anreize zu setzen, damit eine Agenda verfolgt wird, die im Einklang mit den Interessen aller Anspruchsgruppen steht.

Eine wirtschaftlich nachhaltige Entwicklung des Unternehmens ist notwendig, damit die Ziele aller Stakeholder verfolgt werden können und stellt daher das oberste Ziel der Anspruchsgruppen dar. Das Ziel dokumentiert sich in einer langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes, welche insbesondere im Interesse der Inhaber ist.¹ Finanzielle Anreize müssen so ausgestaltet werden, dass das Management näher an die Rolle eines Inhabers herangeführt wird. Der Schlüssel hierzu ist das Vergütungssystem.

Vergütungssysteme sollten nicht nur zu den langfristigen strategischen Zielen eines Unternehmens passen, sondern müssen auch im Einklang mit der Unternehmenskultur und dem Zeitgeist stehen. Es erscheint äußerst anspruchsvoll, wenn nicht gar unmöglich, eine universelle, zu jeder Zeit optimale Ausgestaltung eines Anreizsystems zu finden. Nichtsdestotrotz gibt es zentrale Mechanismen, die unternehmensübergreifend dazu führen, dass Manager verantwortlich mit dem ihnen anvertrauten Kapital umgehen.

Um den vorangegangenen Zielen zu entsprechen, muss ein Vergütungssystem vier Eigenschaften aufweisen:

Vier Eigenschaften führen zu Skin in the Game.

1. Verpflichtung zum Aktienbesitz aus Eigenmitteln
2. Aufschub kurzfristiger Vergütungsbestandteile
3. Lange Haltefristen für aktienbasierte Vergütung
4. Rückforderungsklauseln

Mit der Erfüllung dieser Eigenschaften werden die persönliche finanzielle Situation des Managements und die nachhaltige Entwicklung des Unternehmens in Einklang gebracht. Das Management zeigt „Skin in the Game“.

Die folgenden Ausführungen gehen auf die vier Eigenschaften und weitere Faktoren ein, welche die Wirkungsweise des Vergütungssystems stärken.

¹ Oft wird ein Gegensatz zwischen „Stakeholder Value“ und „Shareholder Value“ konstruiert. Langfristig fallen beide Konzepte aber zusammen, denn ohne die Berücksichtigung der Interessen der „Stakeholder“ misslingt die Maximierung des Unternehmenswertes für die „Shareholder“.



1. Verpflichtung zum Aktienbesitz aus Eigenmitteln

Eigeninvestment führt Manager an Rolle des Inhabers heran.

Vorgaben zum Aktienbesitz (Stock Ownership Guidelines) bestimmen, dass ein Manager während seiner Amtszeit einen wesentlichen Bestand an Aktien des Unternehmens in seinem privaten Aktienportfolio halten muss. Der Manager wird so zum Miteigentümer der Firma und ein signifikanter Teil seines privaten Vermögens wird an die Entwicklung des Unternehmenswertes gekoppelt.

Der so entstehende Anreiz ist ein zentraler Baustein, um Skin in the Game zu erzeugen. Auf seine private persönliche Situation bedacht, muss er sein Handeln darauf ausrichten, eine langfristige Steigerung des Unternehmenswertes zu erbringen. Der Fokus des Managements auf eine nachhaltige Entwicklung des Unternehmens wird so vertrauensbildend nach außen kommuniziert. Agency-Kosten werden reduziert, da die Anspruchsgruppen davon ausgehen können, dass der Vorstand jederzeit in ihrem Interesse handelt.

Ist das Management nicht zum privaten Aktienbesitz gezwungen, so entsteht ein asymmetrisches Verhältnis von Chancen und Risiken. In diesem Fall partizipiert das Management zwar am Unternehmenserfolg durch seine erfolgsabhängige Vergütung, bei einer negativen Entwicklung fällt jedoch die Vergütung lediglich geringer aus. Eine Reduktion des finanziellen Vermögens findet nicht statt, es handelt sich nur um eine Reduktion des Zuflusses.

Aktioptionen und aktienbasierte Vergütung stellen kein Substitut dar.

Weder Aktioptionen noch aktienbasierte variable Vergütungselemente stellen ein Substitut für ein Eigeninvestment dar. In beiden Fällen sind Chancen und Risiken ebenfalls ungleich verteilt. Bei Aktioptionen besteht das Risiko im schlimmsten Fall in einem Totalausfall des Vergütungselementes, bei aktienbasierten Programmen erfolgt lediglich eine geringere Auszahlung. Ein echter Verlust ist in keinem der beiden Fälle gegeben.

Entscheidend ist, dass die zu tätigende Investition aus dem Privatvermögen des Managers stammen sollte und nicht über variable Gehaltsbestandteile aufgebaut wird. Reicht das Privatvermögen eines Managers zur Deckung der Vorgaben nicht aus, so sollte der Manager ein Darlehen aufnehmen. Die so erhaltenen Mittel muss der Manager für das Eigeninvestment nutzen und das Darlehen während der Laufzeit seines Anstellungsvertrags abbezahlen.



2. Aufschieb kurzfristiger Vergütungsbestandteile

Aufschieb fördert langfristige Ziele.

Ein signifikanter Teil der kurzfristigen variablen Vergütung sollte dem Management erst zeitlich verzögert zufließen (Deferral). Ein solcher Aufschieb fördert die Weitsicht im Denken und Handeln des Managements. Es wird verhindert, dass Kennzahlen, die als Bemessungsgrundlage für die kurzfristige Vergütung dienen, kurzfristig auf Kosten der langfristigen Entwicklung optimiert werden. Um der Gefahr einer derartigen Beeinflussung zusätzlich Rechnung zu tragen, ist es darüber hinaus hilfreich, wenn die Performancebeurteilung zusätzlich auf einer mehrjährigen Bemessungsgrundlage fußt.

Der Aufschieb kurzfristiger Vergütungsbestandteile mindert sowohl Anreize einer übermäßigen Risikobereitschaft (excessive risk taking) als auch Anreize zur Unterinvestition. Letzteres würde dazu führen, kurzfristig den Cashflow zu maximieren, aber langfristig dazu, dass das Unternehmen von seiner Substanz lebt. Beides wäre nicht im Sinne einer nachhaltigen Entwicklung des Unternehmens.

Umgesetzt werden kann ein Aufschieb dadurch, dass ein substantieller Anteil des zugeflossenen Bonus umgehend in Aktien mit einer mehrjährigen Haltefrist investiert werden muss. Hierbei sollten echte Aktien und keine virtuellen Aktien (Phantom Shares, Stock Units, etc.) verwendet werden, da diese lediglich einen Barausgleich vorsehen und den Manager nicht zum Miteigentümer machen. Zudem sollte das Management während des Aufschiebs bereits Anrecht auf Dividenden haben, so dass die Dividendenpolitik nicht von Deferral beeinflusst wird.

3. Lange Haltefristen für aktienbasierte Vergütung

Lange Haltefristen stärken Bindung an das Unternehmen.

Bei aktienbasierten Vergütungsprogrammen sollten stets lange Haltefristen vereinbart werden. Grundsätzlich stärkt eine langfristige Bindung des Managements über Aktien die Loyalität gegenüber dem Arbeitgeber. Zudem wird dem Umstand Rechnung getragen, dass sich viele Managemententscheidungen erst über mehrere Jahre hinweg als wertschaffend bzw. wertvernichtend erweisen und Manager stets das langfristige Wohl des Unternehmens im Blick haben sollten.

Die Langfristigkeit ist hierbei unter Berücksichtigung des Geschäftsmodells und der Zyklen der jeweiligen Branche zu definieren. So werden sich Forschungsinvestitionen in der Pharmaindustrie nicht so schnell amortisieren wie Entwicklungskosten im Bereich der Konsumgüterindustrie. Grundsätzlich gilt: Je länger Investitionszyklen sind, desto länger sollten die entspre-



chenden Haltefristen sein. Eine Mindesthaltefrist von vier Jahren erscheint jedoch branchenunabhängig angemessen. Kürzere Halteperioden erscheinen nicht zielführend, um das Management dazu zu bewegen, wie ein Inhaber zu denken.

Haltefristen sollten über das Dienstzeitende hinausgehen.

Entscheidend ist, dass Haltefristen auch über ein eventuelles Dienstzeitende hinausgehen, um Manager zu motivieren, aktiv an einer sinnvollen Nachfolgeregelung mitzuwirken. Hierdurch wird die Gefahr eines Big Bath verringert, bei dem der scheidende Manager Aufwendungen so lange aufschiebt, bis sie nach der Übergabe der Verantwortung durch seinen Nachfolger realisiert werden.

Die verpflichtenden Mindesthaltefristen sind bestenfalls auch auf Aktien, die durch die Vorgaben zum Aktienbesitz aus Eigenmitteln gehalten werden, anzuwenden.

4. Rückforderungsklauseln

Das Management muss für Fehlverhalten haften.

Durch Rückforderungsklauseln (Clawback Provisions) wird das Management verpflichtet, bei bestimmten Vorkommnissen dem Unternehmen einen Teil oder die gesamte erfolgsabhängige Vergütung zurückzuerstatten. Da nicht ausgeschlossen werden kann, dass Ziele unter Verwendung unlauterer Mittel erreicht wurden, müssen dem Unternehmen Möglichkeit zur Disziplinierung gegeben sein. Solch eine Vereinbarung sollte insbesondere bei Fehlverhalten, Compliance-Verstößen und bei bedeutenden nachträglichen Änderungen der Geschäftsberichte vereinbart werden. Die Effektivität solcher Klauseln muss auch unabhängig von strafrechtlichen Entscheidungen gegeben sein.

Zum einen wird durch Rückforderungsklauseln dem Management der Anreiz genommen, sich schädlich gegenüber den weiteren Stakeholdern zu verhalten. Zum anderen sind Rückforderungsklauseln ein Zeichen der Integrität. Durch eine eigeninitiierte Rückforderungsklausel sendet das Management ein glaubwürdiges Signal, dass die Wahrscheinlichkeit absichtlichen Fehlverhaltens gering ist.



Sonstiges

*Höchstgrenzen,
Beeinflussbarkeit
und Schlichtheit
verstärken die
Wirkungsweise.*

Zu jeder Vergütungskomponente sollte eine Höchstgrenze (*Cap*) vereinbart werden. Dies kann außergewöhnliche Entwicklungen berücksichtigen und vermeidet Fälle exzessiver Boni, welche die Akzeptanz des Vergütungssystems durch den übrigen Angestellten sowie gegenüber Staat und Bürgern stark in Mitleidenschaft ziehen.

Performancekriterien müssen vom Management durch unternehmerische Entscheidungen beeinflussbar sein. Gleichzeitig sollten bestehende Spielräume bei der Auslegung von Rechnungslegungsvorschriften keinen größeren Einfluss auf das Resultat der Kennzahlen haben.

Ist ein Vergütungssystem zu komplex, so ist es für das Management schwer zu erkennen, wie sich die eigenen Entscheidungen auf Performancekriterien auswirken. Ein breites Portfolio an Performancekriterien mag zwar der Entwicklung in den verschiedensten Unternehmensbereichen Rechnung tragen, kann jedoch schnell unter Scheingenauigkeit und zu hoher Komplexität leiden. Ein schlichtes Vergütungssystem ist in vielen Fällen überlegen.

Fazit

Ein Vorstandsvergütungssystem mit den hier diskutierten Eigenschaften fördert, dass das Management den Fokus auf eine nachhaltige wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens legt. Skin in the Game des Vorstands kommt nicht nur den Shareholdern, sondern ebenso den übrigen Stakeholder zugute. Dennoch darf nicht vergessen werden, dass Skin in the Game kein Garant für wirtschaftlichen Erfolg ist. Es stellt jedoch das beste Instrument dar, das Management langfristig finanziell zu incentivieren.



RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG

© 2019 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

IMPRESSUM

Herausgeber Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, research@fvsag.com; *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, www.bafin.de; *Autoren* Dr. Philipp Immenkötter und Dr. Kai Lehmann; *Redaktionsschluss* 21. Januar 2019